

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

L'impact des pyramides de contrôle au
Canada sur les entreprises dites
indépendantes

Mémoire présenté dans le cadre du programme de MBA
Recherche

Par
Nicolas Lefebvre

NOVEMBRE 2006

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 -Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Je désire remercier quelques personnes qui ont apporté leur contribution à ce mémoire, parmi lesquelles :

Sandra Dow, Professeure de Finance, UQAM

Jean McGuire, Professeure de Finance, Concordia University

Raymond Théorêt, Professeur de Finance, UQAM

Alina Nicolau, Étudiante au MBA Recherche, UQAM

Tables des matières

Introduction.....	1
I Revue de littérature.....	2
1. La gouvernance corporative au Canada.....	2
2. Le rôle du conseil d'administration.....	8
3. Choisir les bons administrateurs.....	10
4. Les Pyramides.....	10
5. Les pyramides et leurs structures de propriété.....	14
6. L'incidence des structures pyramidales.....	15
7. Le Contrôle Familial.....	16
8. Le contrôle des familles et les déterminants de la croissance.....	22
9. Les banques et la structure de propriété au Japon.....	23
10. La propriété d'équité Japonaise.....	25
II. Approche empirique.....	27
1. Création d'une base de données.....	28
2. Méthodologie : Régression linéaire et statistiques descriptives.....	30
3. L'impact de la propriété familiale sur la profitabilité.....	33
a. Statistiques descriptives.....	33
b. Résultats de la régression.....	35
Conclusion.....	41
Bibliographie.....	43

Résumé

Ce mémoire de recherche vise à voir si les entreprises dites indépendantes, qui possèdent un membre du conseil d'administration appartenant à une grosse compagnie pyramidale, ont une meilleure performance que celles qui sont complètement indépendantes, en dehors de toute structure pyramidale.

Pour cela, nous avons construit une base de données canadienne, effectué des comparaisons croisées et, à l'aide du logiciel SPSS, nous avons utilisé et testé de différentes façons les indicateurs de performance (ROA, ROE, Q de Tobin) et de coûts d'agence (SGASALES) en effectuant des régressions et des t-tests de Student. Nous avons obtenu les résultats principaux suivants : le ROA et le ROE augmentent de manière significative et les coûts d'agence (SGASALES) sont excessivement moins élevés lorsque la variable $\text{pyr}=1$ en comparaison avec $\text{pyr}=0$, c'est-à-dire quand les entreprises indépendantes font en fait partie d'une certaine manière des structures pyramidales en comparaison avec les entreprises totalement indépendantes. Il va sans dire que les écarts trouvés sont assez importants.

Introduction

L'objectif de ma recherche est d'étudier l'impact des pyramides de contrôle sur les entreprises indépendantes au Canada, ce qui a fait l'objet de très peu de recherches approfondies sur le sujet. Nous avons donc pour but de développer cette recherche, pour une année et un échantillon donnés, c'est-à-dire en 1999 pour environ six cents entreprises canadiennes. Le but de cette recherche est de voir si les pyramides de contrôle ont un impact sur les entreprises indépendantes grâce aux administrateurs qu'elles « placent » sur les conseils d'administration d'autres compagnies. On étudiera plus particulièrement l'impact sur la performance de l'entreprise. Une base de données de six cents firmes sera créée spécialement pour les besoins de l'étude, et une autre, Worldscope, sera utilisée. Mais avant cela nous commencerons l'étude par une revue de la littérature existante sur tout ce qui a trait au sujet, à la finance corporative, aux conseils d'administration, aux pyramides de contrôle et aux structures de propriétés familiales.

I Revue de littérature

1. La gouvernance corporative au Canada

La séparation de l'actionnariat et du contrôle dans les entreprises augmente les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les gestionnaires. Depuis le travail de Berle et Means en 1932, de tels conflits ont été abordés selon plusieurs approches théoriques, dont la théorie d'agence (Jensen et Meckling, 1976), la théorie des coûts de transactions (Williamson, 1979) et la théorie des jeux (Dixit, 2004). La littérature a évolué sous la rubrique de la gouvernance corporative, définie par Shleifer et Vishny en 1997 comme les procédures par lesquelles les gens de finance dans les entreprises s'assurent de recevoir un rendement sur leur équité (Shleifer, Andrei, et Robert Vishny, 1997 "A Survey of Corporate Governance" Journal of Finance 52, p737).¹

La gouvernance corporative est un élément clé dans la promotion de la croissance et de la compétitivité. (Morck et al. 2000; Rajan et Zingales 2001). Bien qu'on catégorise le Canada dans une tradition de gouvernance Anglo-Saxonne, la propriété des compagnies canadiennes est loin du de la structure dispersée des Etats-Unis et du Royaume-Uni. Des estimations pour le Canada indiquent que seulement 17 à 21% des grandes compagnies publiques Canadiennes ont un capital peu concentré (Morck et al. 1998; Attig et Gadhoum 2003).

Typiquement, le rôle de la propriété concentrée est dichotomique : elle peut soit servir à réduire les coûts d'agence managériaux à travers le monitoring du propriétaire, soit compromettre les intérêts des actionnaires minoritaires à travers la consommation de bénéfices privés (Holderness 2003). En dehors des Etats-Unis et du Royaume-Uni où la protection de l'investisseur est plus faible, la propriété concentrée s'est développée. (La Porta et al. 1999; Denis et McConnell 2003).

¹ (Shleifer, Andrei, et Robert Vishny, 1997 "A Survey of Corporate Governance" Journal of Finance 52, p737).

Alors que Denis et McConnell (2003) soutiennent le rôle positif du monitoring des *blockholders*, La Porta et al. (1999) concluent que la propriété concentrée déprécie la valeur de la firme quand une forte protection légale des propriétaires minoritaires est absente. Les propriétaires qui détiennent une proportion significative d'actions ont un avantage à surveiller et à étendre ces résultats en maximisant la valeur.

Ainsi, la propriété concentrée peut réduire les coûts d'agence managériaux à cause de la gouvernance des *blockholders*. De manière alternative, les propriétaires influents pourraient être capables de poursuivre leurs intérêts individuels au détriment de ceux des actionnaires provoquant le conflit « principal-principal ». De grands blocs de propriété sont fréquemment renforcés par la propriété pyramidale. Dans cette configuration, les flux financiers et les droits de contrôle différent et beaucoup moins de propriété est requise pour soit monitorer ou consommer des bénéfices privés. (Attig et Ghadoum 2003; Dow et McGuire 2004; Morck et al. 2004). De plus, la concentration de la propriété et les pyramides ont un plus grand impact sur les économies plus petites. (Claessens et al. 2002). Morck et al. (2004) affirme que les groupements familiaux au Canada, en particulier ceux basés sur une richesse héritée, ont retardé l'innovation et la croissance au Canada engendrant la "maladie canadienne".

Le rôle dichotomique attribué aux propriétaires influents suggère en fait une troisième version: pourquoi les propriétaires feraient-ils preuve d'altruisme s'ils sont en position de garder les profits pour eux? La réponse la plus simple serait que, sous certaines conditions, les buts des actionnaires minoritaires coïncident avec ceux des propriétaires influents.

Doidge (2004) dit que les firmes vont s'enjamber et abandonner des avantages privés de contrôle si elles ont une belle opportunité de croissance. En d'autres termes, cela revient à la théorie coûts-bénéfices.

Cependant, Bertrand et Mullainathan (2002) proposent que les propriétaires puissants vont agir dans le but de sécuriser un futur tunneling² potentiel.

² Le Tunnelling se définit comme un transfert d'actifs et de profits en dehors de la firme au bénéfice des actionnaires.

Ainsi, le monitoring des propriétaires puissants pourrait être vu comme un investissement dans la future consommation de bénéfices.

Ce point de vue suggère que le monitoring ou la gouvernance des blockholders peuvent sembler moins apparents dans des périodes de creux économique. Néanmoins, en cas de crises extrêmes, avec peu de chance de survie pour le futur tunnelling, les propriétaires puissants accélèrent la consommation de bénéfices privés.

Des preuves récentes suggèrent que c'était le cas pendant la crise Asiatique quand l'expropriation de richesse d'actionnaires minoritaires s'est accrue. (Lemmon and Lins 2003)

Les systèmes basés sur les relations marchent bien en temps normal, mais rendent l'économie vulnérable aux chocs. (Rajan et Zingales 1998).

Cette preuve Asiatique est révélatrice du contexte Canadien puisque plusieurs chercheurs ont établi un parallèle entre les holdings pyramidales des propriétaires puissants du Canada (beaucoup ayant des origines familiales) avec la gouvernance basée sur le groupe que l'on trouve en dehors de l'Amérique du Nord. (Chirinko et Schaller 2004). ³

De plus, des travaux récents montrent que les notes de gouvernance corporative de firmes Européennes inscrites dans les bourses Américaines se sont améliorées dans la période post Sarbanes-Oxley (Wojcik et al. 2005).

Certaines autres caractéristiques de la gouvernance corporative Canadienne renforcent la structure de propriété retranchée. Les conseils d'administration et la rémunération des dirigeants sont des éléments importants de la gouvernance corporative. Les conseils d'administration Canadiens sont moins conflictuels et plus proches de la firme que les conseils d'administration Américains. Les conseils d'administration des firmes faisant partie des pyramides montrent une plus grande opacité et les conseils d'administration plus grands aggravent l'asymétrie d'information si on les compare aux firmes indépendantes. (Morck et Attig 2005). D'autres études récentes indiquent que les administrateurs externes n'améliorent généralement pas le monitoring même si la présence d'investisseurs

³ Keiretsu au Japon, Chaebol en Corée : regroupement industriel d'entreprises qui collaborent entre elles, souvent soutenues par le gouvernement

actifs peut quant à elle l'améliorer. (Park et Shin 2004). Les firmes Canadiennes dépendent moins de la rémunération en avantages sociaux que les firmes Américaines. (Magnan et al 1996). D'autres preuves montrent que la relation entre la performance et la rémunération des dirigeants diffère aux Etats-Unis et au Canada. (Magnan et al. 1995 ; Magnan et al. 1996 ; Dow et McGuire 2004). Ces différences ramènent encore le problème d'agence principal-principal versus la gouvernance des blockholders, particulièrement dans le contexte de structure de propriété pyramidale et d'actions donnant des votes multiples.

La gouvernance corporative est incorporée dans les systèmes d'affaires nationaux. (Whitley 1992). Les arguments pour la convergence fonctionnelle suggèrent que, dépendamment du contexte institutionnel, les objectifs de gouvernance corporative peuvent être atteints avec différents moyens. Par exemple, le monitoring des blockholders peut se substituer pour une régulation forte.

Les blocs de propriétés étrangers peuvent exercer une pression sur la gouvernance corporative. De plus, étant donnée la faiblesse comparative de la gouvernance corporative Canadienne, le cross-listing ⁴aux Etats-Unis fait que les firmes peuvent bénéficier d'une régulation plus forte. Cependant, le fait que les firmes cross-listées agissent comme un véhicule pour améliorer la gouvernance au Canada n'est pas clair. Transposer la réglementation Américaine, de manière formelle ou fonctionnelle pourrait avoir peu d'effet puisqu'un design institutionnel efficace dépend de caractéristiques spécifiques du pays et du secteur. (Djankov et al.2003).

La gouvernance corporative au Canada présente quelques similitudes avec celle des Etats-Unis. Premièrement, le Canada se classe très haut dans la mesure de la protection de l'investisseur établie par La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer et Vishny (1998).

Ensuite, les firmes Canadiennes, comme les firmes Américaines, sont détenues de manière très large et diversifiée, bien au-dessus de la moyenne des pays dans le regroupement pour la protection des investisseurs de La Porta (1999).

⁴ Fait que les lois des deux pays se recoupent et donc la plus contraignante s'applique (Américaine)

Cependant, il existe des différences significatives avec les Etats-Unis qui semblent valoir la peine qu'on y regarde de plus près.

D'abord, l'environnement légal paraît bien moins contraignant au Canada par rapport aux Etats-Unis, ce qui pourrait avoir pour conséquence un moins grand développement des mécanismes de gouvernance corporative au Canada.

Les firmes Canadiennes exclusivement inscrites à la bourse de Toronto ne sont pas sujettes à l'approche légale utilisée par le SEC (Securities and Exchange Commission) ou les exigences obligatoires du Sarbanes Oxley Act of 2002 ou aux exigences de gouvernance du NYSE et du NASDAQ.

Au lieu de cela, ils ont toujours eu affaire à de simples recommandations de la part de leurs régulateurs concernant la gouvernance d'entreprise.

En 2003, la Commission des Valeurs Mobilières de l'Ontario (OSC) a proposé des règles de gouvernance obligatoires.

Jusqu'à maintenant, ces règles qui ont été adoptées se réfèrent aux rôles du PDG et du directeur financier pour s'assurer de la vraie divulgation de l'information, la formation de comités de vérification indépendants, et le rôle des vérificateurs externes.

Aujourd'hui, il n'y a pas de consignes pour les conseils d'administration. Ceci est dû en partie au fait que le marché Canadien soit peuplé en grande partie de petites entreprises incapables de recruter des administrateurs capables de respecter des règles strictes. (Brailsford et al, 2002)

Depuis 1995, le Toronto Stock Exchange (TSX) a mis en place un code des « quatorze bonnes pratiques » auquel les firmes peuvent adhérer sur une base volontaire. Ce code inclut des recommandations pour une majorité d'administrateurs indépendants, pour la séparation des rôles de PDG et de président du conseil d'administration et pour une réduction de la taille des conseils pour faciliter les prises de décisions plus efficaces.

Les entreprises Canadiennes qui seraient à la fois listées aux Etats-Unis et au Canada seraient bien sûr assujetties aux règles de gouvernance Américaine.

Une autre distinction est que le Canada ne suit pas un code uniforme pour toutes ses provinces. En particulier, les firmes établies au Québec suivent la tradition Française de droit civil, contrairement aux autres provinces.

D'après La Porta et al.(2000), ' les pays utilisant le droit civil Français ont le pire taux de manœuvre hors-la-loi des quatre grandes traditions légales'. La Porta (2002) fournit des données comme quoi cette tradition a des conséquences négatives sur la valeur corporative. Si tel est le cas, alors on pourrait dire que les firmes Québécoises devraient avoir une performance inférieure aux firmes des autres provinces, à condition qu'elles ne soient pas cotées à Toronto ou ailleurs hors Québec.

Troisièmement, contrairement aux Etats-Unis, beaucoup de compagnies Canadiennes ont des actions ayant des votes multiples (La Porta 1998). Ces déviations sont souvent vues comme nuisibles aux droits des actionnaires bien que la preuve empirique sur cette question soit partagée.

Dans une étude récente sur la gouvernance corporative au Canada, Chirinko et Schaller (2004) examinent des données couvrant la période 1975-1986 et concluent que les problèmes d'agence servent à distordre les décisions d'investissement des firmes. Ce travail empirique est basé sur un panel de données de 193 firmes Canadiennes. La stratégie d'estimation recouvre les « discount rates » utilisés par des cadres avec leur propre habitude d'investissement. Chirinko et Schaller ont trouvé que les taux à rabais étaient significativement plus bas que les taux du marché qui ont distordu les décisions d'investissement. Cependant, ils remarquent que quand la propriété est concentrée, ce n'est plus le cas. Ainsi Chirinko et Schaller (2004) fournissent une preuve de la gouvernance des blockholders : des blocs de propriété influents dans leur échantillon atténuent les problèmes d'agence managériaux.

Klein, Shapiro et Young (2004) utilisent le classement du Globe and Mail au sujet de la gouvernance pour démontrer que certains mécanismes de gouvernance corporative ont de la valeur pour les actionnaires au Canada, bien que les mesures traditionnelles telles que la composition du conseil et son indépendance ne sont pas corrélées avec la performance.

2. Le rôle du conseil d'administration

L'actionnaire dominant a son rôle à jouer pour assurer la bonne gestion de l'entreprise et ainsi préserver la richesse de l'ensemble des propriétaires de la firme. Mais précisons que d'autres acteurs sont en mesure de remplir une fonction similaire. Morck, Shleifer et Vishny (1989) se penchent sur le rôle du conseil d'administration dans un contexte de *contrôle corporatif* et sur les mécanismes qui peuvent s'y substituer. La fonction principale du conseil d'administration est présentée comme étant celle qui consiste à contrôler activement l'équipe manageriale et à la réorienter quand cela s'avère nécessaire (Charreaux, 1997 ; Morck, Shleifer et Vishny, 1989). Pour illustrer ce rôle actif citons l'exemple des pratiques des comités attachés au conseil d'administration (les comités d'audit, de sélection, de rémunération) désormais usuelles (Charreaux, 1997).

A travers leur article intitulé « *Alternative mechanisms for corporate control* », Morck, Shleifer et Vishny (1989) soutiennent l'idée de Myles Mace (1971) et précisent qu'en cas d'incapacité du conseil à remplir son rôle dans la fonction de *contrôle corporatif*, des mécanismes de substitution interviennent. Ainsi, lorsque les mécanismes de contrôle interne sont trop faibles pour opérer efficacement, les mécanismes de contrôle externe s'imposent.

C'est alors le marché (notamment les rachats hostiles) qui se charge de maîtriser les comportements de l'équipe manageriale. En somme, la fonction *corporate control* omise en interne est en dernier recours assurée par le marché.

Le mécanisme juridique de contrôle interne principalement chargé de la surveillance de l'équipe manageriale est le conseil d'administration. Dans les faits, l'échec ou au contraire le contrôle effectif du conseil sont facilement observables.

Le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration se reflète à travers son pouvoir de négociation. C'est donc lorsqu'il décide de changer de staff ou lorsqu'il

accepte que l'entreprise fasse l'objet d'une acquisition amicale que son intervention est jugée efficace.

Dans le cas précis d'une acquisition amicale, le rachat est accepté à la fois par l'équipe manageriale et par le conseil d'administration qui estiment qu'il est préférable aux vues des faibles résultats de l'entreprise qui évolue dans un secteur industriel performant, de remettre l'entreprise entre les mains de nouveaux propriétaires. En suivant cette logique, le conseil d'administration continue de participer au *corporate control*, puisque dans une situation difficile, il pense qu'il est préférable de réorienter l'équipe manageriale sous la pression d'un changement de contrôle et de propriété.

A l'inverse, quand tout le secteur industriel souffre de difficultés financières lourdes, le conseil se trouve souvent dans l'incapacité d'agir. En effet, le changement de contrôle serait évidemment nécessaire, mais la situation est telle, que ces modifications coûteuses pourraient remettre en cause la survie de l'entreprise et menacer dangereusement les employés. Bien souvent, le conseil, confronté à une situation difficile, refusant de prendre une décision trop risquée, reste dans l'immobilisme. C'est alors que l'on considère que le conseil n'assure plus son rôle de contrôle de l'équipe manageriale, dans une situation où pourtant cela s'avère nécessaire.

Ceci signifie que le conseil d'administration est plus apte à jouer son rôle disciplinaire lorsqu'il est confronté à des problèmes spécifiques à l'entreprise. Par contre, il démissionne lorsqu'il est confronté à un problème généralisé à l'industrie dans sa globalité. Dans ce dernier cas, le marché intervient et active un « rachat hostile ».

Cet article (Morck, Shleifer et Vishny, 1989) tente d'évaluer l'efficacité du conseil d'administration dans son rôle de contrôle de l'équipe manageriale. Lorsqu'il est efficace, il réduit le risque de mauvaise gestion. Mais lorsqu'il démissionne de sa fonction traditionnelle de *corporate control*, c'est alors le marché (les mécanismes de contrôle externe) qui assure la performance.

3. Choisir les bons administrateurs

L'importance du recrutement est capitale. Si un conseil d'administration veut réussir à créer de la valeur, il doit amener des perspectives indépendantes, établir ses propres objectifs en les contrôlant régulièrement, et voir comment il peut améliorer la contribution de chacun des administrateurs.

Une recherche récente (« Au-delà de la conformité, la gouvernance ». Rapport final, comité mixte sur la gouvernance d'entreprise, Novembre 2001, Comptables agréés du Canada) a souligné l'importance d'un recrutement efficace. Dans les 250 premières compagnies Canadiennes, il y a environ 1700 administrateurs. Le roulement annuel est étonnamment grand. En 1997-1998, par exemple, 391 nouveaux administrateurs sont apparus dans les 250 premières compagnies. Ce nombre était de 283 l'année suivante puis déclina à 173 en 1999-2000.

Les recommandations actuelles du Toronto Stock Exchange que chaque conseil d'administration devrait composer un comité constitué exclusivement d'administrateurs indépendants avec pour responsabilité de proposer au conseil des nouvelles nominations sur une base régulière.

Pour l'année 1999, seulement un tiers des conseils avaient établi un processus de nomination suivant les recommandations du TSX. Il serait donc primordial que les conseils d'administration suivent les recommandations du TSX. (www.tsx.com)

4. Les Pyramides

La littérature et les études montrent qu'à travers le monde, les grosses entreprises ne sont presque jamais détenues de manière très large, et elles sont contrôlées plus souvent qu'autrement par des familles très riches.

Le mécanisme le plus important que ces familles utilisent sont les pyramides de contrôle, et parfois viennent s'ajouter les actions à votes multiples, bien que la littérature n'ait pas estimé l'efficacité relative de ces moyens.

Avec ces pyramides de contrôle, les familles et les grands groupes corporatifs ne contrôlent pas seulement une firme, mais plusieurs grandes firmes de manière collective qui valent sensiblement plus que la richesse totale de la famille.

Le contrôle élargi que les riches familles exercent sur les secteurs corporatifs de la plupart des économies du monde dépend du type particulier de structure d'actionnariat, les pyramides de contrôle. Alors que de telles structures sont monnaie courante en dehors des Etats-Unis, elles n'étaient pas très connues dans la littérature avant d'être soulignées par La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer et Vishny (1999). Une recherche a conclu que la plupart des grandes firmes ont des propriétaires qui contrôlent, et que deuxièmement ces propriétaires utilisent des structures pyramidales pour exercer du contrôle non pas sur une seule firme, mais sur un grand groupe de firmes.

Est-ce que les pyramides de contrôle peuvent avoir des effets positifs?

Les pyramides de contrôle profitent forcément à quelqu'un, ou alors elles ne seraient pas prédominantes comme elles le sont dans la plupart des économies actuelles.

Une littérature empirique émergente tente d'identifier les avantages conférés par les pyramides de contrôle des familles. Khanna et Rivkin (2001) examinent les firmes affiliées avec des groupes d'affaires en Amérique du Sud et en Asie. Ils définissent un groupe d'affaires comme un groupe de firmes qui, bien que légalement indépendantes, sont reliées par une constellation de liens formels et informels et qu'elles sont habituées à prendre des actions coordonnées. Ainsi, ils examinent les pyramides de contrôle gérées autant par les familles que par les grands groupes. Cependant, la plupart des groupes qu'ils examinent s'avèrent être des pyramides de contrôle familiales. Ils constatent un ROA moyen plus élevé parmi les grands groupes, dans la plupart des pays étudiés. Ils constatent

aussi une variation plus faible du ROA chez ces mêmes grands groupes, sauf au Mexique et en Turquie.

Pourquoi les pyramides?

La littérature vantant les effets positifs des structures pyramidales (Khanna et Palepu, 2000) pose la question suivante : Pourquoi créer des groupes à structure pyramidale plutôt que des conglomérats plus libres? La recherche sur cette question, de ce que nous savons, est très éparse. On ne peut par conséquent offrir que plusieurs conjectures.

Il se peut que les firmes enregistrées séparément fournissent au moins une protection de responsabilité limitée afin que les pertes d'une firme rattachée ne dépassent pas l'investissement initial.

Cependant, la responsabilité limitée réduit la capacité des investisseurs extérieurs à récupérer leur investissement en cas de perte. De plus, la responsabilité limitée ne fournit pas toujours une protection complète. Par exemple, Morck et Nakamura (2004) montrent que quand la banque de Taiwan, du groupe Suzuki, a échoué au Japon dans les années 1930, toutes les autres compagnies dans la pyramide Suzuki ont échoué aussi simultanément.

Beaucoup de firmes plus petites, contrairement à une énorme, peuvent très bien surveiller les dirigeants par la famille. Les pyramides sont peut-être moins opaques qu'un simple conglomérat, vis-à-vis de la famille qui contrôle, si ce n'est des actionnaires. Ce point, ainsi que le précédent, sont cohérents avec Baker (1992), qui dit que les conglomérats sont gérés plus efficacement quand le siège social délègue le plus de pouvoir possible aux unités opérationnelles. Il est possible que les structures pyramidales isolent les opérations individuelles du siège social de manière plus efficace que les divisions d'un conglomérat. Cependant il nous est impossible d'étayer ceci avec des exemples.

De nombreux conglomérats Américains ont récemment émis des tracking stocks. Ce sont des actions dont les dividendes sont liés à une simple division d'un conglomérat. D'Souza et Jacob (2000) constatent un rendement anormal positif

de l'action sur la création de « tracking stocks », indiquant que beaucoup d'actions reliées contrôlées par les mêmes hauts dirigeants valent plus qu'une action d'un simple conglomérat. Ils pensent que des actions distinctes peuvent permettre une résolution plus adaptée de l'asymétrie d'informations et des principaux problèmes d'agence.

Hoshi, Kashyap, et Scharfstein (1991) soutiennent que les firmes Japonaises fournissent du capital aux autres firmes dans leur groupe d'entreprises qui sont en proie à des difficultés financières. Ils disent que cette assurance interentreprises améliore l'efficacité économique en réduisant les coûts de banqueroute. Malgré cela, Morck et Nakamura (1999) présentent des preuves comme quoi de telles transactions ne sont pas économiquement efficaces.

Almeida et Wolfenzon (2003) soutiennent que les frictions sur le marché des capitaux sont à l'origine des pyramides. Dans leur modèle, la faible protection de l'investisseur empêche les firmes de lever des fonds extérieurs, à moins que des fonds internes ne soient disponibles comme « seed money ». Si une riche famille met en place une firme indépendante, elle a seulement la richesse de la famille disponible comme « seed money », qui devrait inclure les dividendes payés des firmes qu'elle contrôle. Mais si une firme existante est utilisée pour en mettre en place une nouvelle, les gains retenus accumulés de cette firme sont disponibles en tant que fonds internes.

Bien sûr, ce schéma n'explique pas pourquoi la famille riche ne procède pas simplement à une expansion d'une firme existante en émettant de l'équité ou de la dette. Les deux modes d'expansion augmentent ainsi le risque que la famille perde le contrôle. En somme, Almeida et Wolfenzon (2003), influencés par les désirs des familles riches de garder le contrôle, reprennent un peu l'explication de Yoshisuke Aikawa (1934), le fondateur du groupe pyramidal Nissan dans le Japon d'avant-guerre, à propos de son choix d'une structure pyramidale. Il explique que les pyramides sont une solution idéale à ce qu'il appelle le problème capitaliste. Si un capitaliste utilise seulement son propre argent ou celui de sa propre famille, sa marge de manœuvre est trop étroite. S'il utilise l'équité publique, il risque de perdre le contrôle.

Cependant, pour résumer, un groupe pyramidal offre le meilleur des deux mondes, un contrôle sécuritaire et un accès illimité au capital public.

Pour finir, Morck et al (2000) et Morck et Yeung (2004) avancent que l'influence politique est proportionnelle à ce qu'on contrôle et non pas ce qu'on possède en réalité.

5. Les pyramides et leurs structures de propriété

Tout le monde n'a pas le même point de vue sur les pyramides de contrôle. L'enthousiasme de Yosishuke Aikawa (1934) pour les pyramides de contrôle démontre un intérêt limité pour les droits des actionnaires publics.

La première raison justifiant ce scepticisme est qu'une structure de propriété corporative pyramidale permet à l'actionnaire qui contrôle de sécuriser les droits de contrôle sans droits de cash-flows proportionnés. Les droits de contrôle sécurisés protègent le propriétaire qui contrôle d'une perte de pouvoir, c'est-à-dire qu'ils permettent son retranchement. De plus, une fois que le contrôle est sécurisé, les droits de l'actionnaire qui contrôle à un faible cash flow mènent à des problèmes d'agence, comme par exemple les investissements qui ne maximisent pas la valeur, ou alors des incitatifs pour détourner les ressources.

Deuxièmement, dans les pyramides contrôlées par les familles, les membres des familles occupent souvent les postes de haute direction. La succession par héritage peut avoir des effets négatifs parce que les postes de la haute direction ne sont pas distribués au mérite ni à la compétence, mais au mieux, aux membres de la famille les plus capables d'occuper ces postes, comme l'ont montré Caselli et Gennaioli (2003).

Troisièmement, même si les ressources sont gérées efficacement et allouées à un groupe contrôlé par une seule famille, les groupes corporatifs peuvent quand même être indésirables. Almeida et Wolfenzon (2003) avancent que l'allocation efficace des ressources à l'intérieur d'un groupe peut en fait exacerber l'allocation inefficace des ressources à travers les groupes. Leurs arguments

s'appliquent aux groupes corporatifs en général, pas seulement aux pyramides contrôlées par des familles.

Finalement, le contrôle concentré d'actifs productifs par quelques familles donne à ces dernières du pouvoir sur le marché, à la fois pour les biens et pour les marchés de capitaux, menant à des conséquences économiques potentiellement indésirables. Morck et Nakamura (2004) expliquent comment cela était le rationnel explicite cité par les forces d'occupation Américaines pour démanteler les pyramides de contrôle familiales Japonaises après la deuxième guerre mondiale.

Des problèmes étendus de ce type, particulièrement ceux qui altèrent les marchés de capitaux, peuvent créer des inefficacités qui entravent le financement extérieur, découragent l'innovation et retardent la croissance économique. Ces inefficacités peuvent apparaître à la fois au niveau de la firme et au niveau de l'économie en général.

De plus, la structure de propriété d'une firme peut jouer un rôle important en gouvernance corporative. Des hypothèses opposées existent à propos de l'effet sur la performance de la propriété interne ou l'influence de propriétaires significatifs.

6. L'incidence des structures pyramidales

La Porta, Lopez-de-Silanes et Schleifer (1999) trouvent que les pyramides sont le mécanisme le plus fréquemment utilisé pour concentrer le contrôle dans une structure CMS (Content Management System).

Pyramider est tout-à-fait commun en Asie (Claessens et al.1999) et aussi dans certains pays Européens (voir Bianchi, Bianco, et Enriques 1997; et Holmen et Hogfeldt 1999). Un exemple de pyramide connue est le groupe Li Kashing, qui opère en dehors de Hong Kong. La famille Li Ka-Shing opère à travers la compagnie publique Cheung Kong, dans laquelle elle a un intérêt de 35%. (La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer 1999). Cheung Kong a un intérêt de 44% dans sa compagnie d'opérations principales, Hutchison Wampoa. Hutchison

Wampoa possède Cavendish International, qui est la compagnie holding pour Hong Kong Electric (Weidenbaum, M. and Hughes, S. 1996 « The Bamboo Network ». The Free Press).

Un deuxième exemple, Indien cette fois, est celui de la famille Gondrej, qui détient, à travers la compagnie manufacturière Gondrej and Boyce, 67% de Gondrej Soaps (répertorié au Bombay Stock Exchange). Quant à Gondrej Soaps, ils détiennent 65% de Gondrej Agrovet (agriculture), et ensemble avec le groupe Gondrej, ils détiennent 65% de Gondrej Foods. (Morais 1998).

7. Le Contrôle Familial

Le contrôle familial est courant pour les firmes cotées en bourse à travers le monde. (Burkart et al. 2003). Pour les Etats-Unis, Anderson et Reeb (2003) montrent qu'un tiers des 500 firmes S&P peuvent être classées comme firmes contrôlées par des familles. En Europe de l'ouest, la majorité des firmes cotées en bourse restent contrôlées par des familles. (La Porta et al. 1999; Faccio et Lang, 2002). De telles familles qui contrôlent détiennent souvent de grandes parts de l'équité et ont souvent une représentation exécutive. Dans les corporations d'Europe de l'ouest, les familles fondatrices continuent souvent de détenir des parts significatives de l'équité après s'être retirées des positions managériales. (Burkart et al. 2003)

En dépit des grandes sommes en capital que ces propriétaires familiaux administrent en Europe, les preuves empiriques sur la performance des firmes familiales restent floues et rares.

Aux Etats-Unis, les firmes familiales ont tendance à avoir une valorisation plus haute et une profitabilité plus grande que les firmes non-familiales. (McConaughy et al. 1998; Anderson et Reeb 2003). Villalonga et Amit (2006) trouvent que la prime familiale Américaine est surtout due au PDG fondateur de la firme familiale.

Anderson et Reeb (2003) montrent que les gains du contrôle familial commencent à diminuer quand la part de la propriété excède 30%. En contraste

avec les firmes familiales, Faccio et al (2001) rapportent que le contrôle familial peut faire mal aux actionnaires minoritaires dans les firmes de l'est de l'Asie où la transparence n'est pas de mise. Pour l'Europe de l'ouest, l'hypothèse est que le contrôle familial devrait augmenter la profitabilité de la firme alors que les primes de valeur devraient augmenter dans de tels environnements légaux qui ont du succès dans la protection de leurs actionnaires minoritaires contre l'opportunisme des familles.

Avec un échantillon de 1672 firmes non-financières provenant de 13 pays d'Europe de l'ouest, il a été démontré que le contrôle familial provoque des valorisations de 7% plus élevées (q de Tobin) et une profitabilité plus haute de 16% (ROA) en termes relatifs comparativement aux firmes détenues par des propriétaires non-familiaux. Les avantages du contrôle familial se montrent dans les firmes qui ne sont pas contrôlées en majorité, et se reflètent en valorisations plus grandes si le niveau de contrôle est plus bas, mais en profitabilité plus haute si le niveau de contrôle est plus haut.

De plus, le contrôle familial actif, dans lequel la famille détient au moins une des deux premières positions dans la compagnie, augmente la profitabilité de manière significative, alors que le contrôle familial passif est associé avec des taux de profit comparables à des firmes non-familiales. Les valorisations sont similaires pour le contrôle familial actif et passif. Les gains d'efficacité du contrôle familial actif en termes de profitabilité ne varient pas avec le niveau de protection légale de l'actionnaire à un degré large, alors que les avantages en valeur du contrôle familial ont tendance à disparaître quand les actionnaires minoritaires ont une protection légale plus faible. Les firmes sans aucun actionnaire qui contrôle ont des valorisations comparables aux firmes familiales mais n'ont pas des ratios de profitabilité significativement différents des firmes non-familiales.

Le contrôle familial peut réduire le problème d'agence classique entre les propriétaires et les dirigeants (Fama et Jensen 1983) et crée des conflits d'intérêts entre les actionnaires minoritaires et la famille qui contrôle quand le contrôle est serré (Schleifer et Vishny 1997).

Il est aussi important de noter qu'alors que le contrôle familial actif augmente la profitabilité par rapport aux firmes non familiales même quand des règles juridiques différentes sont considérées à l'intérieur de l'Europe occidentale, une telle augmentation de profitabilité ne se traduit pas en une valorisation plus haute quand la protection de l'actionnaire est faible.

Le contrôle familial peut augmenter la valeur de la firme dans une économie qui est bien régulée (Anderson et Reeb 2003) alors que le contrôle familial peut faire mal aux actionnaires minoritaires en raison des risques d'expropriation quand la transparence est faible.

Les études dans le contexte Canadien soulignent l'importance de la propriété familiale et des groupements inter-corporatifs parfois basés sur des familles. Les études sur la propriété familiale au Canada mettent l'accent sur le problème principal-principal avec de grandes conséquences pour la croissance et la compétitivité (Morck et al.2000; Morck et Yeung 2003; Morck et al 2004). Les motivations des propriétaires familiaux diffèrent de celles des actionnaires non-familiaux et autres parties prenantes, avec des objectifs basés sur la famille, la préservation de la richesse, dominer les intérêts des actionnaires non familiaux, etc...(Ibrahim et al 2001; Schulze et al 2001; Schulze et al 2002).

Alternativement, les familles aiment un management dévoué, le capital social des membres de la famille, et un horizon de temps à long terme. Des études montrent les avantages des firmes familiales en termes de performances de marché et d'accès favorable au financement de non-équité (McConaughy et al.1998; Anderson et Reeb 2003). Cependant, les firmes familiales semblent moins dépendantes de la compensation en nature et des autres mécanismes de gouvernance (McConaughy 2000). Comme le montrent Claessens et al (2000), le contrôle familial dans les petites économies (comme le Canada) peut produire des plus grands effets de retranchement que dans les grandes économies (comme les Etats-Unis).

Au-delà de la propriété familiale, les préférences de propriétaires internes ou externes diffèrent. Spécifiquement, de hauts niveaux de propriété interne peuvent promouvoir des stratégies plus conservatrices et moins risquées qui

peuvent déprécier la performance de la firme (Morck et al 1988; McConnell et Servaes 1990). La preuve Canadienne sur ce sujet, pourtant, est éparpillée entre Morck et ses collègues arguant que la propriété concentrée déprécie la valeur de la firme au Canada, alors que Chirinko et Schaller (2004) trouvent que la propriété concentrée réduit les coûts d'agence managériaux (Chirinko et Schaller 2004; Morck et al 2004).

Quelques familles riches contrôlent une grande fraction de beaucoup d'économies

Le fait que le contrôle familial soit répandu dans le monde entier est certainement intéressant, mais à peine étonnant. Ce qui fait que cette situation est importante pour notre compréhension des économies en dehors des Etats-Unis et du Royaume-Uni est que les pyramides de contrôle concentrent les décisions de grandes entreprises d'un pays dans très peu de mains.

Morck et al (2000) décrivent comment la famille Canadienne Bronfman étend sa richesse considérable dans le contrôle d'actifs corporatifs qui valent encore bien plus. Attig, Gadhoun et Lang (2003) ajoutent des descriptions des familles Manix, Bentley et McCain. La Porta et al (1999) discutent d'autres exemples de pyramides de contrôle Canadiennes. Alors que ces exemples montrent comment les riches familles Canadiennes mettent en valeur leur contrôle économique, Morck et al (2000) rapportent que les firmes détenues de manière très large sont aussi monnaie courante au Canada. Ainsi, aucune famille en particulier ne détient une partie complète de l'économie nationale.

Il existe un gros contraste, la Suède. Dans ce pays, Angblad (2001) rapporte qu'une même famille, les Wallenbergs, contrôle environ la moitié de la capitalisation boursière à Stockholm. Ceci a été accompli grâce à une pyramide de contrôle énorme et compliquée.

Ce qui distingue la Suède du Canada, c'est que les droits de contrôle dans les firmes Suédoises se trouvent de manière substantielle dans les mains d'une seule famille, plutôt que dans beaucoup de familles et de nombreux dirigeants. D'autres pays sont très souvent entre ces deux extrêmes. Par exemple, La Porta et al (1999), Bianchi et al (2001), Faccio et Lang (2002) décrivent la pyramide

qui fait que la famille Agnelli contrôle des actifs valant beaucoup plus que la valeur réelle de leur famille elle-même en Italie.

Faccio et Lang (2002) rapportent par ailleurs que la famille Agelli contrôle environ 10% de la capitalisation boursière Italienne.

Les firmes familiales ont toujours été importantes dans les économies de marché. Les noms de Rotschild, Medici, Ford, Thomson, Krupp et Mitsubishi sont indissociables des sagas de développement économique des démocraties industrielles d'aujourd'hui. Jensen et Smith (Jensen et Smith 1984) disent que les compagnies ne sont pas les vrais moteurs de l'économie, contrairement aux familles.

Jensen et Meckling (1976), Schleifer et Vishny (1997) et d'autres prétendent que la propriété corporative mène à une meilleure gouvernance corporative. Cette réflexion peut paraître incomplète au regard des grands groupes contrôlés par des familles qui dominent de nombreuses économies.

La Porta, Lopez-de-Silanes, et Shleifer (1999) trouvent que le rôle des familles dans la gouvernance corporative varie beaucoup parmi les économies de marché des pays développés.

La plupart des grands groupes Américains et Britanniques sont contrôlés non pas par des familles mais par des dirigeants professionnels agissant, parfois de manière imparfaite, comme fiduciaires pour une multitude d'investisseurs publics.

Au contraire, La Porta, Lopez-de-Salinas, et Shleifer (1999) montrent que la plupart des grandes firmes dans la plupart des autres pays sont organisés en groupes contrôlés par quelques vieilles familles riches. Ainsi, les firmes contrôlées par la famille Noboa fournissent des revenus à trois millions d'équatoriens dans un pays qui compte onze millions d'habitants. L'industrie familiale de bananes, qui compte à elle seule pour 40% des exportations de bananes de l'Équateur, génère environ 5% du PIB de l'Équateur.

Alors que les problèmes de gouvernance dans les compagnies largement détenues peuvent être sérieux, le contrôle des familles peut générer des problèmes potentiellement pires de gouvernance d'entreprise.

Pour illustrer comment ces problèmes d'agence pourraient être pires, prenons l'exemple de l'investissement dans l'innovation. La théorie de la croissance endogène dit que la plus grande part de la croissance économique qui apparaît comme de la destruction créative selon Schumpeter (1942), crée de la nouvelle richesse chez les entrepreneurs en détruisant de la valeur du vieux capital. Il se peut que des familles riches bien établies, qui possèdent le plus tard, soient peu coopératives à soutenir beaucoup d'innovation.

Bien que cela ralentirait certainement la croissance économique, ce pourrait être aussi profitable d'un certain point de vue. Par exemple, cela pourrait faciliter les problèmes sociaux associés aux travailleurs redondants et aux industries obsolètes.

Le contrôle familial : un facteur retardant pour la croissance?

Morck (2000) pense qu'il y a une possibilité pour qu'une grande influence familiale sur les grandes compagnies d'un pays puisse retarder le développement. Il n'est cependant pas question de dire que Putnam (1993) et Fukuyama (1995) ont tort de mettre en avant l'importance des normes éthiques de la société.

Le point de vue disant que le contrôle des familles oligarchiques est la cause d'une performance économique faible n'est pas nouveau. Landes (1949) avance que la mauvaise performance en moyenne de l'économie Française comparée à celles de l'Allemagne, de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis, tout au long du 19^e siècle, fut causée par la prédominance des firmes familiales en France. Il dit que les firmes Françaises étaient plus préoccupées par leur survie et la succession, que par la croissance et le développement.

D'après Landes (1949), ce conservatisme profond retarda la performance de l'économie en général parce que les entreprises familiales ont fait pression en

faveur du protectionnisme et ont vu l'État comme une sorte de père dans les bras duquel ils pourraient toujours trouver abri et consolation.

Un tel comportement est typique des grandes familles mercantiles qui exercent un large contrôle sur les entreprises.

8. Le contrôle des familles et les déterminants de la croissance

Les économistes en développement voient deux facteurs critiques à la croissance : les restrictions sur la corruption, et l'innovation rapide. Krueger (1974) avance que la barrière principale à la croissance est la corruption. Si le fait d'investir un million de dollars en recherche et développement rapporte 50 000 dollars par an, on parle d'un rendement de 5%. En investissant le même million de dollars pour corrompre un politicien dans le but de changer une loi ou d'augmenter une subvention, les profits peuvent être de 100 000 dollars par an, donc cet acte de corruption a un rendement de 10% par an. Le point essentiel de Krueger est que, si le gain d'un acte de corruption dépasse le gain d'un investissement réel, alors l'investissement réel décline et la corruption va prévaloir. Lenway et al. (1996), Mauro (1995) ainsi que d'autres présentent des résultats empiriques soutenant l'hypothèse de Krueger.

Solow (1957) montre qu'une augmentation du capital et du travail ne peut pas expliquer la plus grande part d'une croissance économique. Ceci renforce la thèse de Schumpeter (1934) et Romer (1986) qui dit que l'innovation est le moteur principal de la croissance économique. Porter (1990) abonde aussi dans cette direction.

L'innovation est un jeu à somme positive. Le comportement des innovateurs maximisant les profits crée de la nouvelle richesse, ce qui augmente la taille du gâteau économique, et donc qui soutient la croissance à long-terme.

Étant donné leur influence politique, les familles et les pyramides sont bien placées pour endiguer la corruption et le favoritisme. Murphy et al (1991) modélisent la façon dont la corruption vole les talents et les ressources aux vrais investissements, et avancent que ceci affaiblit la croissance. Ils disent que dès

que les talents individuels deviennent soit des innovateurs, soit des 'corrupteurs', ils sont enfermés dans ce rôle et s'améliorent progressivement. Les économies innovatrices deviennent de plus en plus innovatrices et par conséquent se développent encore plus rapidement car l'innovation est un jeu à somme positive. Les économies caractérisées par une corruption latente deviennent de plus en plus encombrées et par conséquent elles croissent de plus en plus lentement car la corruption est un jeu à somme négative.

Ceci montre comment le contrôle familial oligarchique peut retarder la croissance. Peut-être que le contrôle familial oligarchique est associé à moins d'innovation, et plus de corruption, ou les deux.

9. Les banques et la structure de propriété au Japon

Chirinko et Schaller (2004), parmi d'autres, notent que la structure de propriété au Canada ressemble à celle du Japon. De plus, en comparaison avec les Etats-Unis, il y a de loin moins de banques au Canada donc il y aurait une relation proche au Canada par rapport aux Etats-Unis. Ainsi il est pertinent dans cette recherche de passer en revue certains éléments de l'organisation industrielle du Japon. Les banques dans certains pays, notamment en Allemagne et au Japon, sont censées jouer un rôle substantiel dans la gouvernance corporative des entreprises non-financières. L'importance de ce rôle est le fait que les banques sont des détentrices d'équité dans les firmes non-financières de ces pays. Les intérêts des créanciers diffèrent souvent de ceux des actionnaires. Puisque les parts des banques comme créditeurs sont typiquement substantielles, des parts modérées de l'équité peuvent leur donner une voix considérable dans la gouvernance corporative sans aligner significativement leurs intérêts avec ceux des actionnaires et ainsi diminuer la valeur pour les actionnaires publics. La propriété des banques devrait améliorer la valeur de la firme, cependant seulement quand les avantages des banques et des actionnaires sont étroitement liés.

Typiquement, une firme Japonaise a une banque principale, qui le plus gros fournisseur de financement par la dette. La banque est impliquée dans les transactions financières de routine, et est généralement bien informée sur les prospects de la firme. De plus, la banque principale joue un rôle majeur dans les consortiums qui augmentent le capital de la firme, agit comme un moniteur, et en cas de détresse financière, sert de garant vis-à-vis des autres créditeurs. Kaplan (1994), Kaplan et Minton (1994), Kang et Shivdasani (1995) et Morck et Nakamura (1999) montrent que les banques principales ont un rôle clé dans la gouvernance corporative.

Les banques principales placent leurs employés sur les conseils d'administration des firmes clientes et ceci est un présage pour une augmentation du roulement des cadres dirigeants et de changements dans la stratégie corporative.

Si les droits de gouvernance corporative reposent principalement sur les banques au Japon, la relation entre la propriété managériale et la valeur de la firme devrait être différente de ce qui a été observé aux Etats-Unis. Jensen et Meckling disent qu'une plus grande propriété sert à aligner les intérêts des dirigeants et des actionnaires. Stulz (1988) démontre qu'une plus grande propriété managériale peut isoler les dirigeants de prises de contrôle externes.

Morck, Schleifer et Vishny (1988); McConnell et Servaes (1990, 1995); Hermalin et Weisbach (1991); Holderness, Kroszner et Sheehan (1999), tous ces chercheurs trouvent qu'aux Etats-Unis, la relation entre la valeur de la firme et la propriété managériale est non-linéaire.

Ces résultats indiquent l'importance à la fois de l'alignement des avantages personnels et des effets de retranchement de la propriété managériale aux Etats-Unis. En plus des banques et du management, les block holders corporatifs sont importants au Japon. Ce résultat soutient Kaplan et Minton (1994) qui montrent que les block holders corporatifs ont un rôle important de moniteur pour précipiter les changements au niveau du conseil d'administration, et Kang et Shivdasani (1997) qui trouvent que de tels block holders un actif significatif en restructurant dans des firmes à faible performance.

10. La propriété d'équité Japonaise

Les origines de la propriété d'équité de la banque

L'analyse de l'histoire économique Japonaise montre que la propriété d'équité des firmes industrielles par les banques Japonaises est fondamentalement différente de la propriété d'équité limitée par les banques aux Etats-Unis. La propriété bancaire de l'équité aux Etats-Unis est typiquement un résultat temporaire d'une réorganisation due à une banqueroute.

Pourtant, la propriété de l'équité par les banques a été omniprésente dans l'histoire moderne du Japon.

Les origines de la propriété de l'équité bancaire peuvent être retracées jusque la période d'avant-guerre au Japon, quand les puissantes familles Meiji dirigeaient de grandes banques qui servaient de centre de commandement financier de groupes corporatifs détenus par des familles : les Zaibatsus. Le gouvernement Américain d'occupation imposa des structures de propriété de style Américain sur ces banques et ces firmes, et peu avant les années 1950, tous ces anciens Zaibatsus étaient détenus de manière large. Une série d'offres hostiles de rachat à grande échelle dans les deux décennies qui suivirent forgèrent la croissance rapide de l'equity holdings inter-entreprises, largement comme une réponse défensive à ces menaces de prise de contrôle. (Sheard 1989, Morck et Nakamura 1999). Dans de nombreux cas, les banques Japonaises ont pris des parts d'équité dans des firmes qui appartenaient précédemment à leur zaibatsu. Les banques ont aussi placé des blocs de leurs propres actions, de firmes membres d'anciens zaibatsu, avec d'autres firmes anciennement zaibatsus. Par conséquent, beaucoup de grandes firmes Japonaises sont maintenant membres de groupes corporatifs appelés keiretsus financiers qui se caractérisent par une toile complexe de propriété inter-entreprises centrée autour des banques.

D'autres firmes Japonaises se sont organisées en groupes corporatifs analogues appelés keiretsus industriels qui sont centrés autour des grandes firmes industrielles. Les firmes industrielles keiretsus ont aussi des banques principales qui possèdent des blocs de leur équité.

Cette structure de propriété inter-entreprises, avec les banques comme entité centrale dans de nombreux groupes, a résulté en une structure industrielle où les

banques ont une influence substantielle sur leurs firmes clientes. Les actions détenues par les banques et par d'autres entités dans le groupe sont généralement vues comme de l'actionnariat stable et montrent peu de variation dans le temps. En particulier, il apparaît que les banques Japonaises n'ajustent pas leurs niveaux de propriété dans leurs firmes clientes en réponse à la performance économique changeante. Kang et Shivdasani (1997) apportent la preuve sur ce point en étudiant les firmes Japonaises qui font face à de grands déclin dans la performance opérationnelle. Ils montrent que la propriété bancaire de l'équité est virtuellement inchangée pendant les années suivant le déclin de la performance.

Alors que l'actionnariat Japonais a été largement influencé par la performance de la firme, il a aussi été influencé par d'importants changements légaux et réglementaires. Jusqu'en 1977, les banques Japonaises ne pouvaient posséder pas plus que 10% de l'équité d'une firme. A cause des inquiétudes sur le contrôle excessif des banques sur les entreprises, en 1977 l'acte Japonais Anti-Monopole baissa la limite pour la propriété des banques et autres institutions financières à 5%. Le nouveau plafond légal sur la propriété fut un facteur prédominant dans les changements de la propriété bancaire au Japon.

Cette recherche examine l'impact de la propriété pyramidale sur la performance de la firme au Canada. Il y a plusieurs formes assez distinctes de propriété au Canada (comparé aux pays Anglo-Saxons). La première est peut-être celle de La Porta et ses confrères, les Etats-Unis et le Canada sont formellement similaires en termes de protection de l'investisseur. Ceci étant dit, des différences importantes et subtiles distinguent le contexte Canadien de celui des autres pays Anglo-Saxons (surtout les Etats-Unis et le Royaume-Uni).

Nous avons remarqué dans la revue de littérature que le contexte Canadien partage beaucoup d'attributs du contexte des keiretsus Japonais avec des structures de propriété pyramidales définies soit par des connexions familiales (telles que celles de Bronfman) ou à travers des liens inter-entreprises (comme le groupe Bell Enterprise). De plus, les banques au Canada pourraient jouer un rôle plus central en gouvernance corporative qu'elles ne le font actuellement,

suivant l'exemple des Etats-Unis. Pour cette raison nous nous sommes intéressés aux résultats obtenus des études d'affaires familiales, de structure de gouvernance centrée sur les banques, et aussi des études adressant les implications de la propriété pyramidale. Dans les chapitres suivants, nous examinons de manière empirique l'impact de la propriété pyramidale sur la performance de la firme au Canada. Nous étendons l'investigation empirique des pyramides au-delà des liens habituels de propriété croisée/famille définis dans la littérature (Attig et Gadhoum 2003) et du travail de Morck et ses collègues (1988, 1989, 2000) en incorporant une seconde vague de liens : ceux ayant trait aux liens des conseils d'administration au sein des compagnies Canadiennes.

II. APPROCHE EMPIRIQUE

En théorie, il existe deux types de configuration. D'un côté, les entreprises qui ont des liens ou qui font partie de groupes pyramidaux ou familiaux, et de l'autre, les entreprises dites indépendantes. Or, nous avons soupçonné que ces entreprises dites indépendantes ne sont pas tout à fait indépendantes. Notre argument tourne autour de la composition des conseils d'administration. L'idée serait en effet, dans un premier temps, d'étudier la composition des conseils d'administration d'un échantillon significatif d'entreprises Canadiennes, pour voir si, malgré l'indépendance apparente, certains de ces membres ne sont pas, en fait, des gens appartenant aux compagnies familiales et pyramidales. Dans un second temps, pour le groupe d'entreprises dans lesquelles on aurait découvert des liens avec ces entreprises pyramidales, on comparerait l'incidence de ces liens sur les indices de performance.

Ce travail s'est fait en deux étapes. La première fut de créer la base de données avec six cents entreprises Canadiennes. La seconde fut de travailler avec l'outil statistique SPSS pour séparer les entreprises familiales, pyramidales, indépendantes, avec ou sans lien, et d'établir et de comparer les niveaux de performance, avant de tirer les conclusions qui s'imposent.

1. Création d'une base de données

La création de la base de données a été sans aucun doute l'étape la plus longue du processus, et ce pour deux raisons. Le but était de créer une base de données avec le plus grand nombre d'entreprises Canadiennes possible en leur associant leurs personnages principaux du conseil d'administration, c'est-à-dire le président et les membres les plus influents. Tout d'abord à cause du nombre assez élevé de compagnies : nous avons répertorié 651 compagnies Canadiennes. Ensuite parce qu'il a fallu aller chercher les rapports annuels de chaque compagnie citée dans la base de données. Notons que ce type de base de données existe aux Etats-Unis mais n'existe pas au Canada, c'est la raison pour laquelle il a fallu en créer une de toutes pièces. Pour chacune des 651 compagnies, nous nous sommes basés sur les rapports annuels de l'année 1999. Il a fallu exploiter le site www.sedar.com, qui est un site officiel des autorités Canadiennes des valeurs mobilières. Le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR) a été mis au point par les Autorités Canadiennes en Valeurs Mobilières afin de permettre la diffusion publique de l'information afférente aux valeurs Canadiennes. Les rapports annuels se trouvent dans la base de données des sociétés ouvertes. Nous avons cherché par date. Dans la plupart des rapports annuels, on nous présente les administrateurs ainsi que l'équipe de direction. Quand ce n'était pas le cas, les moteurs de recherche sur internet ont été bien utiles pour retracer les administrateurs pour l'année en question (1999). On utilise l'année 1999 pour être complémentaire avec les données de Statistiques Canada. Les 651 compagnies proviennent de Statistiques Canada, cette liste a été fournie par Alina Nicolau (étudiante au MBA Recherche en Finance, 2006) à travers sa recherche dirigée par Sandra Dow (professeure au MBA Recherche en Finance Corporative). Cependant, d'autres problèmes sont apparus. La difficulté résidait aussi dans le fait que l'on cherchait des données d'il y a sept ans. Or, les moteurs de recherche, la plupart du temps, nous renvoient au maximum aux trois ou quatre dernières années. Pour chaque conseil d'administration, nous avons répertorié le président, ainsi que les administrateurs composant le comité de vérification et le comité de rémunération, étant donné que ces deux derniers comités sont dans la plupart des cas les plus influents dans le conseil d'administration.

Nous avons également rencontré une autre difficulté à cause de l'année étudiée. En effet, depuis 1999, certaines compagnies listées ont fusionné ou ont été rachetées, ce qui fait qu'elles n'existent plus sous le même nom sur le site www.sedar.com ou alors tout simplement sur les moteurs de recherche, et dans ce cas ce fut difficile voire impossible de retrouver le conseil d'administration de ces compagnies, a fortiori pour les entreprises de petite ou moyenne taille.

Une fois cette base de données créée, il nous a paru judicieux d'étudier les membres des conseils d'administration répertoriés dans cette base de données, en particulier leur compagnie de provenance. Il nous a donc fallu trouver un moyen efficace de le faire et c'est pourquoi nous avons utilisé la base de données Worldscope Global, qui comporte de l'information sur plus de quinze mille entreprises dans le monde. Le but était donc d'entrer les noms des membres des conseils d'administration de la base de données que nous avons créée dans la base de données Worldscope. Ainsi, il nous serait possible de retrouver leur compagnie d'appartenance, pour laquelle ils travaillent. De là, la chose intéressante à faire est de voir si ces administrateurs appartiennent à des grosses entreprises familiales ou des entreprises à structure pyramidale. Nous avons pour cela défini une liste plus ou moins exhaustive d'entreprises pyramidales ou familiales. La difficulté rencontrée à ce stade-ci fut encore une fois le manque d'information dans la base de données Worldscope, malgré sa taille relativement grande. A défaut, nous avons donc utilisé les moteurs de recherche internet pour tenter de retracer la compagnie d'origines des administrateurs manquants.

Ayant élaboré la base de données avec les 651 compagnies et leurs administrateurs, ayant cherché dans Worldscope les origines de ces administrateurs, et ayant identifié si oui ou non ils avaient un lien avec des entreprises familiales et surtout pyramidales, le gros du travail restant était surtout empirique et technique. Il s'agit maintenant en effet d'utiliser les bons outils statistiques pour établir une comparaison entre les entreprises qui ont des liens avec les pyramides, celles qui n'en ont pas, et celles qui prétendent ne pas en avoir, d'élaborer aussi les bonnes variables et savoir aussi sur quelles bases comparer les résultats. C'est ce que nous verrons dans les prochaines parties, les hypothèses ainsi que la partie statistique et les résultats de notre étude.

2. Méthodologie : Régression linéaire et statistiques descriptives

Pour la partie statistique, nous avons utilisé le logiciel SPSS. Nous sommes partis d'une base de données qui existait déjà avant la conception de ce travail de recherche. Cette base de données est partagée par les étudiants de l'équipe de recherche en gouvernance corporative des professeures Sandra Dow⁵ et Jean McGuire⁶.

On se retrouve donc avec le même échantillon d'entreprises Canadiennes (environ six cents) que dans la base de données créée et citée précédemment, à quelques minimes différences près.

Cette base de données regroupe de nombreux indicateurs financiers de performance, parmi lesquels le ROA (return on asset), le ROE (return on equity), le Q ratio (valeur marchande des actions+ valeur comptable de la dette/ valeur comptable de l'actif total), l'équité, le ratio dette équité, le ratio dette actifs, la croissance des actifs, la croissance de l'équité, le total des actifs, les ventes et bien d'autres encore. A cela s'ajoutent des renseignements comme l'appartenance ou non à une pyramide, si l'entreprise est familiale ou non.

Deux choses significatives ont été créées et rajoutées dans cette base de données dans le but de répondre à notre problématique de recherche. Premièrement, les variables bodcorp et bodbank (conseils d'administration pour les entreprises et conseils d'administration pour les banques), égales à zéro ou un, montrent la présence ou non d'un administrateur d'une grande compagnie (familiale ou pyramidale) sur le conseil d'administration de l'entreprise (ou de la banque) en question. Ceci nous permettra, plus tard, de différencier les entreprises vraiment indépendantes de celles qui le sont un peu moins (du fait de l'influence de cet administrateur appartenant à une grande compagnie familiale ou pyramidale), malgré les apparences.

⁵ Professeure de Finance, ESG, UQAM

⁶ Professeure de gestion, John Molson School of Business, Concordia University

Deuxièmement, il nous a paru essentiel de créer une variable qui regroupe les entreprises familiales, les entreprises ouvertement pyramidales, et les entreprises regroupées dans les variables précédentes 'bodcorp' et 'bodbank'. Cette variable a été baptisée 'pyramide'.

Le but de cette variable 'pyramide' est de comparer les différents indicateurs de performance selon que 'pyramide' soit égale à zéro ou un.

Nous exposerons dans la prochaine partie les hypothèses relatives à cette recherche.

Méthodologie de recherche

Il existe peu ou pas de données, aussi bien au Canada que dans le reste du monde, concernant les entreprises qui apparemment n'appartiennent pas à une pyramide, mais qui, dans les faits, possèdent sur son conseil d'administration un membre influent appartenant à une entreprise pyramidale. C'est, entre autres, le cas des entreprises regroupées dans le sous-groupe 'pyramide'=1. Nous serions tentés de penser qu'un membre influent d'une pyramide sur le conseil d'administration d'une compagnie a priori indépendante a un impact certain sur la performance de l'entreprise, que ce soit grâce à son réseau de contacts, à son influence sur l'industrie, mais aussi à son savoir-faire et aussi aux informations auxquelles il a accès de par sa position au sein de la grande entreprise, sans oublier sa grande expérience. De plus, la revue de littérature montre, même si cela est un peu flou, que les firmes familiales et pyramidales ont une performance meilleure que les autres firmes. La revue de littérature constate aussi un ROA moyen plus élevé parmi les structures pyramidales, dans la plupart des pays étudiés. Pour voir s'il y a un impact sur la performance, on va étudier le comportement de plusieurs variables selon que 'pyramide' soit égale à zéro ou à un.

Variables

On peut séparer les variables utilisées en quatre catégories distinctes.

- Variables de performance :

ROA (Return on assets : mesure le poids du résultat net rapporté au total bilan)

ROE (Return on equity : rentabilité des capitaux investis)

Q de Tobin (Mesure la performance de marché de la firme :

(valeur marchande des actions+ valeur comptable de la dette/ valeur comptable de l'actif total)

- Variables d'estimation de coût d'agence

SGASales (Dépenses de ventes, administration et frais généraux par rapport aux ventes)

- Variables de levier

DEBTASSET (dette sur l'actif total)

- Variables de contrôle

SIC (Industrie) : variable muette pour huit industries

- Variables de taille

LnAssets (log naturel des actifs totaux)

- Variables de propriété

FAM10 (entreprises détenues par des familles à hauteur de 10%)

FAM20 (entreprises détenues par des familles à hauteur de 20%)

INSTITUTIONAL OWNERSHIP (propriété institutionnelle :pourcentage détenu par les institutions). INST10 signifie 10% détenu par les institutions et donc INST20 signifie 20% détenu par les institutions

PYRAMID (aussi appelé superp : variable qui regroupe les entreprises familiales, les entreprises ouvertement pyramidales, et les entreprises regroupées dans les variables 'bodcorp' et 'bodbank'.) Cette variable a été baptisée 'pyramid'.

Le but de cette variable 'pyramid' est de comparer les différents indicateurs de performance selon que 'pyramide' soit égale à zéro ou un.

Nous allons comparer les pyramides et les firmes indépendantes. Nous voulons vérifier si les pyramides ont une meilleure performance que les firmes indépendantes en termes de profitabilité et de coûts d'agence.

Nous commençons l'analyse avec des observations générales obtenues des statistiques descriptives des pyramides et des firmes indépendantes. Ensuite nous portons notre attention sur l'impact de la propriété sur la performance de la firme.

Nous avons utilisé la technique de la régression linéaire. Cette technique nous donne plusieurs résultats, dont plusieurs nous seront utiles pour l'interprétation. D'abord et avant tout, il faut préciser que toute l'étude statistique tient compte du fait que la variable 'pyramide' peut être égale soit à zéro, soit à un.

3. L'impact de la propriété familiale sur la profitabilité

a. Statistiques descriptives

Nous avons fait des comparaisons de moyenne à l'aide du test t de Student. Le t de Student s'emploie lorsque l'on cherche à comparer les moyennes de deux groupes de données ou lorsque l'on veut comparer la moyenne d'un groupe de données à une valeur donnée a priori (par exemple on veut savoir si la moyenne est différente de zéro).

Cependant, à partir de là, la question est de savoir si la différence obtenue entre les deux moyennes pour chaque variable est significative. Pour cela, il faut utiliser un test t de Student pour la différence entre les moyennes lorsque la taille de l'échantillon est différente.

Le test **t** est une méthode qui permet de décider si la différence observée entre les moyennes de deux échantillons est attribuable à une cause systématique ou si elle peut être considérée comme l'effet de fluctuations dues au hasard.

La formule est la suivante :

$$t = \frac{|M - M|}{\sqrt{\frac{(s_1)^2}{N_1} + \frac{(s_2)^2}{N_2}}}$$

où s1 et s2 sont les sigmas ou déviations standards des deux groupes.

Le principe de cette formule est le suivant : on compare la différence entre les moyennes observées avec l'erreur-type sur la différence de moyenne (SD)

$$SD = \sqrt{\frac{(s_1)^2}{N_1} + \frac{(s_2)^2}{N_2}}$$

L'hypothèse nulle consiste ici à supposer que la différence entre les moyennes ne surpasse pas (ou faiblement) l'erreur-type sur la différence de moyenne.⁷

Résultats :

TABLEAU 1 :

	Moyenne pyr=0	Moyenne pyr=1	N pyr=0	N pyr=1	Standard Deviation pyr=0	Standard Deviation pyr=1	t-value	t-alpha	Signifi- catif
ROE	-4.6366	11.7009	506	67	51.1379	19.9558	-4.90	-3.28	oui
ROA	-7.8886	5.1460	519	70	134.5580	13.0767	-2.13	2.32	non
Q	0.3096	0.3289	561	70	0.3331	0.23	-0.625	1.2	non
SGASALES	121.0975	15.9393	391	42	1012.8146	18.8038	2.05	0.1	oui

⁷ Il existe de nombreux logiciels permettant d'effectuer ce test. Nous avons utilisé le logiciel SISA. Dans ce cas, il suffit d'entrer les deux moyennes, les deux populations, les deux écarts-types ainsi que l'intervalle de confiance.

D'après le tableau 1, on voit que les pyramides sont beaucoup plus profitables que les firmes indépendantes au Canada. Le ROE par exemple pour les firmes indépendantes est en moyenne de -4.6 et pour les pyramides il atteint 11.7. La plus grande profitabilité pour les pyramides est confirmée par le ROA (5.14 pour les pyramides contre -7.9 pour les firmes indépendantes). La profitabilité à long terme mesurée par le Q de Tobin⁹ montre encore que les pyramides sont plus profitables que les firmes indépendantes. Il est important de noter que ces différences sont statistiquement significatives dans le cas du ROE et de Q. De plus, le tableau 1 nous montre aussi que les pyramides ont beaucoup moins de coûts d'agence (variable SGASALES) et la différence est significative.

La simple comparaison des moyennes montre que les pyramides sont plus profitables et ont des coûts d'agence plus bas que les firmes indépendantes. Tournons-nous maintenant vers une investigation sur les raisons possibles de ces conclusions en examinant les déterminants de profitabilité et de coûts d'agence pour les firmes indépendantes et pyramidales. Nous étudierons spécifiquement l'impact de la structure de propriété sur ces variables.

b. Résultats de la régression :

Nous avons fait plusieurs régressions comme c'est mentionné précédemment, mais nous avons voulu distinguer les cas où l'on inclut la variable FAM10 et les cas où on inclut la variable FAM20. Rappelons que la variable FAM10 signifie que la firme est possédée à 10% ou moins par une famille, et FAM20 20% ou moins par une famille. On a donc étudié l'impact de la propriété familiale à deux niveaux. Les tableaux 2a à 2h présentent les résultats de l'analyse de régression. Commençons donc par le Q de Tobin.

Profitabilité (ROA, ROE, Q)

Tableau 2a : Q de Tobin (FAM10)⁹

⁹ X dans le tableau signifie que c'est significatif

Q (non pyramidal)				Q (pyramidal)			
Variables	Beta	Ecart type	Sig	Variables	Beta	Ecart Type	Sig
FAM10	6.38E-04	0.02	0.97	FAM10	1.914E-02	0.040	0.63
SIC1	-3.26E-02	0.11	0.76	SIC1	-4.460E-03	0.053	0.93
SIC2	-1.88E-02	0.11	0.86	SIC2	-7.490E-02	0.053	0.93
SIC3	-6.03E-02	0.11	0.57	SIC3	-7.490E-02	0.055	0.18
SIC4	-2.34E-02	0.11	0.83	SIC4	5.409E-02	0.057	0.35
SIC5	-3.58E-02	0.11	0.74	SIC5	-7.420E-02	0.054	0.18
SIC6	-5.22E-02	0.11	0.63	SIC6	-4.430E-02	0.054	0.41
SIC7	-3.39E-02	0.11	0.75	SIC7	-2.330E-01	0.084	0.008 x
SIC8	-7.62E-03	0.11	0.95	SIC8	-3.640E-02	0.142	0.80
LNASSET	9.02E-03	0.00	0.017 x	LNASSET	7.927E-03	0.009	0.37
DEBTASSET	1.18E-02	0.00	0 x	DEBTASSET	1.088E-02	0.001	0 x
INST10	7.00E-03	0.02	0.71	INST10	-2.040E-01	0.082	0.016x
Adj R2	0.81			Adj R2	0.69		
F	163.87		0.00	F	14.61		0.00
N	458.00			N	67.00		

Tableau 2b: Q de Tobin (FAM20)

Q (non pyramidal)				Q (pyramidal)			
Variables	Beta	Ecart type	Sig	Variables	Beta	Ecart Type	Sig
SIC1	-3.16E-02	0.105	0.762	SIC1	-5.47E-03	0.054	0.919
SIC2	-2.07E-02	0.106	0.845	SIC2	-5.47E-03	0.054	0.919
SIC3	-6.02E-02	0.105	0.568	SIC3	-7.57E-02	0.056	0.180
SIC4	-2.00E-02	0.106	0.851	SIC4	4.82E-02	0.057	0.401
SIC5	-3.49E-02	0.107	0.744	SIC5	-8.11E-02	0.055	0.145
SIC6	-5.78E-02	0.107	0.588	SIC6	-5.01E-02	0.055	0.364
SIC7	-3.33E-02	0.106	0.754	SIC7	-2.36E-01	0.084	0.007x
SIC8	-8.30E-02	0.109	0.939	SIC8	-1.97E-02	0.140	0.889
LNASSET	8.41E-03	0.004	0.023x	LNASSET	7.28E-03	0.009	0.407
DEBTASSET	1.18E-02	0.000	0x	DEBTASSET	1.10E-02	0.001	0x
INST20	1.56E-02	0.021	0.453	INST20	-1.66E-01	0.081	0.044xx
FAM20	1.37E-02	0.019	0.481	FAM20	4.24E-02	0.036	0.246
Adj R2	0.81			Adj R2	0.69		
F	1.96		0.00	F	2.24		0.01
N	462.00			N	67.00		

Tableau 2c: ROA avec FAM10

ROA (non pyramidal)				ROA (pyramidal)			
Variables	Beta	Ecart type	Sig	Variables	Beta	Ecart Type	Sig
FAM10	-212.861	17.592	0.515	FAM10	-1.426	2.340	0.545
SIC1	-42.162	147.950	0.776	SIC1	-10.857	3.246	0.001x
SIC2	-45.806	148.916	0.759	SIC2	-10.857	3.246	0.876
SIC3	-43.706	148.435	0.769	SIC3	-3.601	3.352	0.287
SIC4	-110.237	149.153	0.460	SIC4	-0.500	3.479	0.886
SIC5	-43.727	149.734	0.770	SIC5	-2.369	3.299	0.476
SIC6	-65.034	149.374	0.664	SIC6	-5.911	3.340	0.082xx
SIC7	-46.552	149.208	0.755	SIC7	-7.069	6.022	0.245
SIC8	-57.522	151.753	0.705	SIC8	11.073	8.688	0.208
LNASSET	13.135	3.988	0.001x	LNASSET	-0.828	0.554	0.140
DEBTASSET	0.025	0.306	0.935	DEBTASSET	-0.138	0.070	0.054xx
INST10	0.007	0.020	0.710	INST10	-1.739	0.082	0.640
Adj R2	0.017			Adj R2	0.169		
F	1.661		0.080	F	2.338		0.020
N	426.000			N	67.000		

Tableau 2d: ROA avec FAM20

ROA (non pyramidal)				ROA (pyramidal)			
Variables	Beta	Ecart type	Sig	Variables	Beta	Ecart Type	Sig
SIC1	-41.715	147.652	0.778	SIC1	-10.053	2.863	0.001x
SIC2	-44.696	148.591	0.764	SIC2	-10.053	2.863	0.001x
SIC3	-43.172	148.145	0.771	SIC3	-4.332	2.966	0.150
SIC4	-108.622	148.824	0.466	SIC4	-1.326	3.074	0.668
SIC5	-43.207	149.431	0.773	SIC5	-2.773	2.919	0.346
SIC6	-67.704	149.344	0.651	SIC6	-4.840	2.977	0.110
SIC7	-44.982	148.871	0.763	SIC7	-7.803	5.298	0.146
SIC8	-57.480	151.470	0.705	SIC8	10.103	7.574	0.188
LNASSET	12.785	3.927	0.001x	LNASSET	-0.614	0.485	0.211
DEBTASSET	0.027	0.306	0.930	DEBTASSET	-0.117	0.062	0.064xx
INST20	7.312	21.753	0.737	INST20	-18.241	4.396	0x
FAM20	11.629	20.626	0.573	FAM20	-3.063	1.970	0.126
Adj R2	0.014			Adj R2	0.353		
F	1.981		0.116	F	2.229		0.15
N	429.000			N	67.000		

Tableau 2e: ROE avec FAM10

ROE (non pyramidal)				ROE (pyramidal)			
Variables	Beta	Ecart type	Sig	Variables	Beta	Ecart Type	Sig
FAM10	14.940	5.976	0.013x	FAM10	-5.411	4.446	0.229
SIC1	-32.539	47.782	0.496	SIC1	-18.425	5.792	0.002x
SIC2	-21.774	48.075	0.651	SIC2	-18.425	5.792	0.999
SIC3	-28.200	47.920	0.557	SIC3	-6.400	6.001	0.291
SIC4	-21.005	48.254	0.664	SIC4	-9.809	6.484	0.136
SIC5	-19.759	48.397	0.683	SIC5	-1.522	5.930	0.798
SIC6	-21.469	48.106	0.656	SIC6	-2.321	6.380	0.718
SIC7	-37.043	48.214	0.443	SIC7	-19.713	10.709	0.071xx
SIC8	-53.435	49.048	0.277	SIC8	10.348	15.456	0.506
LNASSET	8.400	1.333	0x	LNASSET	0.028	1.068	0.979
DEBTASSET	-0.646	0.114	0x	DEBTASSET	-0.226	0.134	0.098xxx
INST 10	0.535	6.24	0.93	INST10	-30.439	9.00	0.001x
Adj R2	0.153			Adj R2	0.269		
F	7.249		0.000	F	3.109		0.003
N	415.000			N	64.000		

Tableau 2f: ROE avec FAM20

ROE (non pyramidal)				ROE (pyramidal)			
Variables	Beta	Ecart type	Sig	Variables	Beta	Ecart Type	Sig
SIC1	-32.660	47.437	0.492	SIC1	-18.315	5.937	0.003x
SIC2	-21.424	47.745	0.654	SIC2	-18.315	5.937	0.569
SIC3	-28.059	47.592	0.556	SIC3	-6.392	6.145	0.303
SIC4	-20.458	47.849	0.669	SIC4	-8.930	6.641	0.185
SIC5	-19.792	48.038	0.681	SIC5	-2.270	6.041	0.709
SIC6	-24.335	47.991	0.612	SIC6	-1.426	6.587	0.829
SIC7	-34.676	47.854	0.469	SIC7	-19.047	10.943	0.088xxx
SIC8	-53.631	48.733	0.272	SIC8	14.250	15.578	0.365
LNASSET	8.218	1.309	0x	LNASSET	-0.021	1.080	0.985
DEBTASSET	-0.651	0.114	0x	DEBTASSET	-0.176	0.137	0.205
INST20	5.259	7.000	0.453	INST20	-26.338	9.103	0.006x
FAM20	17.151	6.760	0.012x	FAM20	-2.492	4.158	0.552
Adj R2	0.154			Adj R2	0.233		
F	6.938		0.119	F	3.480		0.00
N	418.000			N	64.000		

L'analyse indique que les déterminants de profitabilité diffèrent parmi les pyramides et les firmes indépendantes. Dans le cas de profits futurs, on a

remarqué plus tôt que le Q de Tobin est significativement plus haut pour les firmes pyramidales comparé aux firmes indépendantes. Le R^2 est meilleur pour les pyramides par rapport aux entreprises indépendantes (0.69 pour les pyramides, 0.81 pour les non-pyramides). Les tableaux 2a et 2b comparent les déterminants de Q pour les firmes indépendantes et pyramidales. Bien que FAM10 ne soit pas un indice, on note que pour les pyramides, la propriété institutionnelle a un impact négatif et significatif sur la performance future. En d'autres termes, une plus grande présence institutionnelle n'engendre pas des profits futurs plus importants. Apparemment, les institutions ne font que déprécier les profits futurs. Dans ce sens, même si les pyramides sont plus profitables, les résultats supposent une conjecture dans laquelle il y a collusion parmi les participants du réseau. Cette tendance est confirmée en examinant le ROA à travers les tableaux 2c et 2d. En effet, on retrouve un peu la même configuration que pour le Q, mais cette fois-ci cela se passe au niveau de FAM20 (ce qui n'est toujours pas un indice), mais pour les pyramides, la propriété institutionnelle a un impact négatif et significatif sur le ROA. Les institutions ont un impact négatif sur les profits et l'effet familial est négatif et faiblement significatif. On remarque aussi un impact positif et significatif du levier (DEBTASSET) sur le ROA dans le cas des pyramides.

En ce qui concerne maintenant le ROE, on retrouve, comme dans le cas du Q de Tobin et du ROA, un impact négatif et significatif de la propriété institutionnelle sur le ROE dans le cas des pyramides, que ce soit avec FAM10 ou FAM20, et encore une fois le r-carré est meilleur pour les pyramides par rapport aux entreprises indépendantes (0.153 contre 0.269).

Tableau 2g: SGASALES avec FAM10

SGASALES (non pyramidal)				SGASALES (pyramidal)			
Variables	Beta	Ecart type	Sig	Variables	Beta	Ecart Type	Sig
FAM10	177.426	159.397	0.267	FAM10	1.632	6.294	0.797
SIC1	377.076	1118.859	0.736	SIC1	0.303	8.495	0.972
SIC2	527.926	1125.379	0.639	SIC2	0.303	8.495	0.972
SIC3	312.432	1123.718	0.781	SIC3	-8.000	8.157	0.335
SIC4	420.120	1133.742	0.711	SIC4	28.611	11.550	0.02x
SIC5	1171.809	1145.914	0.307	SIC5	-1.772	11.642	0.880
SIC6	309.434	1135.775	0.785	SIC6	21.818	8.932	0.021x
SIC7	227.776	1126.657	0.840	SIC7	2.857	11.390	0.804
SIC8	216.017	1158.853	0.852	SIC8	-8.034	18.635	0.670
LNASSET	-119.751	36.617	0.001x	LNASSET	-2.467	1.856	0.194
DEBTASSET	-0.373	2.463	0.880	DEBTASSET	-0.231	0.194	0.244
INST 10	120.660	166.89	0.47	INST10	-6.192	12.93	0.64
Adj R2	0.035			Adj R2	0.258		
F	1.957		0.028	F	2.235		0.042
N	317.000			N	40.000		

Tableau 2h: SGASALES avec FAM20

SGASALES (non pyramidal)				SGASALES (pyramidal)			
Variables	Beta	Ecart type	Sig	Variables	Beta	Ecart Type	Sig
SIC1	255.240	1104.393	0.817	SIC1	-1.480	8.607	0.865
SIC2	378.761	1111.274	0.733	SIC2	-1.480	8.607	0.865
SIC3	186.720	1110.119	0.867	SIC3	-7.293	8.144	0.378
SIC4	312.815	1117.919	0.780	SIC4	29.074	11.499	0.017x
SIC5	1050.062	1130.045	0.354	SIC5	1.722	11.696	0.884
SIC6	83.029	1129.378	0.941	SIC6	23.866	9.030	0.013x
SIC7	124.368	1111.849	0.911	SIC7	3.639	11.364	0.751
SIC8	59.670	1143.175	0.958	SIC8	-12.583	18.008	0.490
LNASSET	-124.683	36.422	0.001x	LNASSET	-2.487	1.826	0.184
DEBTASSET	-0.513	2.442	0.834	DEBTASSET	-0.242	0.192	0.217
INST20	251.720	186.965	0.179	INST20	-12.382	17.692	0.490
FAM20	369.004	188.499	0.051xx	FAM20	-5.997	5.816	0.311
Adj R2	0.045			Adj R2	0.283		
F	1.879		0.000	F	2.189		0.00
N	318.000			N	40.000		

En ce qui concerne les coûts d'agence, l'information principale que l'on retire des tableaux précédents est que la propriété familiale, pour les entreprises indépendantes a pour effet d'impacter de manière fortement positive les coûts d'agence. Les coûts d'agence sont plus faibles dans le cas des pyramides. Parmi les firmes indépendantes, les familles ont un impact positif sur les coûts d'agence, mais cela est atténué par le fait que le calcul n'est pas significatif.

Nos résultats empiriques démontrent que les pyramides sont plus profitables que les firmes indépendantes et ont des coûts d'agence plus bas, mesurés par la variable SGASALES. Quand nous avons examiné les déterminants des profits et des coûts d'agence, nous avons trouvé des preuves assez consistantes que les institutions déprécient les profits et n'ont pas d'impact sur les coûts d'agence pour les pyramides. Cela suggère que la plus haute profitabilité que nous avons observée pour les pyramides est dérivée de liens subtiles parmi les membres des firmes plutôt que par des effets directs de propriété.

CONCLUSION

Ce mémoire de recherche visait à voir si les entreprises dites indépendantes, qui possèdent un membre du conseil d'administration appartenant à une grosse compagnie pyramidale, avaient une meilleure performance que celles qui sont complètement indépendantes, en dehors de toute structure pyramidale.

Pour cela, nous avons construit une base de données canadienne, effectué des comparaisons croisées et, à l'aide du logiciel SPSS, nous avons utilisé et testé de différentes façons les indicateurs de performance (ROA, ROE, Q de Tobin) et de coûts d'agence (SGASALES) en effectuant des régressions et des t-tests de Student. Nous avons obtenu les résultats principaux suivants : le ROA et le ROE augmentent de manière significative et les coûts d'agence (SGASALES) sont excessivement moins élevés lorsque la variable $pyr=1$ en comparaison avec $pyr=0$, c'est-à-dire quand les entreprises indépendantes font en fait partie d'une

certaine manière des structures pyramidales en comparaison avec les entreprises totalement indépendantes. Il va sans dire que les écarts trouvés sont assez importants.

Nous pourrions donner un certain nombre de directions pour la recherche future dans le but de creuser un peu plus sur ce sujet. Premièrement, une bonne idée serait d'élargir l'échantillon qui ne comporte 'que' 650 entreprises Canadiennes. Cependant, il serait nécessaire d'utiliser des outils de recherche plus élaborés dans le but de trouver les membres du conseil d'administration de chaque compagnie, y compris les plus petites, ce qui ne fut malheureusement pas le cas avec l'outil de recherche Sedar.

Ensuite, étant donné que nos observations portent sur une année en particulier, en l'occurrence 1999, il serait intéressant de voir si la tendance se maintient pour les années suivantes. En effet, il est important de savoir si ces résultats sont reliés à la conjoncture économique. 1999 était une année croissance, il faudrait donc étudier des années de récession et de stagnation économique. De plus, pour chaque entreprise répertoriée dans l'échantillon, il faudrait obtenir le nom de tous les membres du conseil d'administration. Nous nous sommes limités grosso modo aux cinq plus importants, essentiellement les responsables des comités de vérification et de rémunération.

Ces données pourraient être fort utiles à n'importe quelle entreprise, en particulier celles de taille moyenne, au moment de constituer leur conseil d'administration, étant donné l'impact sur les résultats de l'entreprise provenant de l'appartenance ou non des membres à une pyramide.

Il serait intéressant de voir si le phénomène que nous avons observé est une particularité Canadienne ou si cela est courant au niveau international. On pourrait donc répéter le processus pour quelques pays significatifs sur chaque continent.

Une autre piste à explorer serait de voir si le fait d'avoir accès à la pyramide, pour l'entreprise indépendante, par le biais des fournisseurs ou des clients, joue le même type de rôle et a les mêmes conséquences sur les résultats de l'entreprise.

Une des conséquences et ouvertures les plus importantes après ce travail sont au niveau du processus de sélection du président du conseil d'administration et du conseil d'administration lui-même. S'il s'avère en effet qu'il y a une relation

directe entre l'augmentation de la performance financière de l'entreprise et l'appartenance de certains de ses membres à une pyramide de contrôle, on peut bien imaginer que la plupart des entreprises vont s'arranger pour choisir stratégiquement leur conseil d'administration. Cependant, il y a de fortes chances pour que le phénomène soit beaucoup moins simpliste et beaucoup plus subtil que cette dernière affirmation. Il n'empêche que les résultats précédents montrent qu'il est avantageux de faire partie d'une pyramide.

BIBLIOGRAPHIE

- Aikawa, Y. 1934. "New Capitalism and Holding Companies." Tokyo Bankers Association
- Almeida, Heitor, and Wolfenzon, D. 2003. "A Theory of Family Business Groups and Pyramidal Ownership" Mimeo
- Anderson, R.C. and DM Reeb. 2003. "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P. 500" Journal of Finance, 58(3)
- Angblad, J., Berglöf, E., Höglfeldt, P., Svancar, H., 2001. "Ownership and Control in Sweden – Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control". In Barca, F., Becht, M. (eds.). The Control of Corporate Europe. Oxford University Press, Oxford.
- Attig N., Fischer K., and Gadhoum Y. 2003 "On the Determinants of Pyramidal Holdings: Evidence on Expropriation of Minorities interests" Working Paper, Saint Mary's University
- Baker George P., 1992, "Beatrice: a study in the creation and the. destruction of value", Journal of Finance, 47, July, pp.1081-1119
- Berle, AA, and Means, GC, 1932 . "The Modern Corporation and Private Property" New York: The Macmillan Company Reprint, 1991, Transaction Publishers
- Bertrand, Marianne and Mullainathan, Sendhil, 2002. "Pyramids" MIT Department of Economics Working Paper No. 02-32
- Bianchi, Marcello, Magda Bianco, and Luca Enriques, 1997, "Ownership, Pyramidal Groups and Separation between Ownership and Control in Italy," Working Paper, European Corporate Governance Network.
- Brailsford, T.J., Oliver, B.R., Pua, S.L.H., 2002. "On the relation between ownership structure and capital structure." Accounting and Finance 42, 1-26

Burkart, Mike, Fausto Panunzi and Andrei Shleifer, 2003, "Family Firms", Journal of Finance, 58: 2173-2207

Caselli, Francesco and Gennaioli, Nicola, 2003. "Dynastic Management," CEPR Discussion Papers 3767

Charreaux G., Pitot-Belin JP., 1990, "Le Conseil d'administration", Vuibert.

Charreaux G., 1997, "Vers une théorie du gouvernement des entreprises", chapitre 15, in: Le gouvernement des entreprises, Économica, p. 421 – 469

Chirinko R., 2004, "A Revealed Preference Approach to Understanding Corporate Governance Problems: Evidence from Canada" Journal of Financial Economics, 74, 181-206

D'Souza, J. and Jacob J. 2000 "Why Firms Issue Targeted Stock." Journal of Financial Economics 56(3):459-83.

Denis, Diane K. and McConnell, John J., 2003 "International Corporate Governance". ECGI - Finance Working Paper No. 05/2003

Dixit, Avanash, 2004 "Lawlessness and economics: alternative modes of governance" WW Norton and co inc.

Doidge, C., 2004. "US Cross listings and the Private benefit of control: evidence from dual class firms", Journal of Financial Economics, 72, 519-533.

Dow, Sandra and McGuire, Jean, 2004 "When Do Owners Make A Difference? A Comparison of Market-Centered versus Bank-Centered Governance"

Faccio M. and L. Lang, 2002," The separation of ownership and control: an analysis of ultimate ownership in western European corporations", Journal of Financial Economics, 65, 365-395

Fama, Eugene F. and Jensen, Michael C., 1998 "Separation of Ownership and Control" . FOUNDATIONS OF ORGANIZATIONAL STRATEGY, Harvard University Press,, and Journal of Law and Economics, Vol. 26

Fan, PH Joseph and Claessens, S., 2002. "Corporate Governance in Asia: A Survey" International Review of Finance, 3, June, 71-103

Fukuyama, F. 1995 Trust: "The Social Virtues and the Creation of Prosperity." Penquin. London.

Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisbach, 1991. "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance," Financial Management, Financial Management Association, vol. 20(4), Winter

Hermalin Benjamin E., 2003, "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", Economic Policy

Review, Vol. 9, Number 1, pp. 7-26. Reprinted in IJMR, The Icfaiian Journal of Management Research, Vol. 3, Number 5 pp. 39-68

Holderness Clifford G., 2003. "A survey of blockholders and corporate control," Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, issue Apr, pages 51-64.

Holderness Clifford G., Randall S. Kroszner and Dennis P. Sheehan, 1999, "Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression.," Journal of Finance, 54(2), pp. 435-69.

Holmen, Martin, and Peter Hogfeldt. 1999. "Corporate control and security design in initial public offerings". Working draft. Stockholm School of Economics

Hoshi, Takeo & Kashyap, Anil & Scharfstein, David, 1991. "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 106(1), pages 33-60.

Jensen M., 1976, "Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", J of Financial Econ

Kang and Shivdasani, 1995, "Firm Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Japan " Journal of Financial Economics

Kaplan, Steven N, 1994. "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 102(3), pages 510-46.

Kaplan, Steven N. & Minton, Bernadette A., 1994. "Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers," Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 36(2), pages 225-258

Khanna, T., and JW Rivkin, 2001, "Estimating the Performance Effects of Networks in Emerging Markets." Strategic Management Journal 22 : 45-74.

Khanna, Tarun, and Krishna Palepu, 2000, "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups." Journal of Finance 55, no. 2: 867-891

Klein, Peter, Daniel, Shapiro and Jeffrey Young, 2004 "Board independence and the familyowned firm", Canadian Investment Review 17(3), p. 6-16

Krueger, Anne O. 1974 "The Political Economy of the Rent-Seeking Society" American Economic Review; 64: 291-303

Landes, David. 1949. "French Entrepreneurship and Industrial Growth in the Nineteenth Century" Journal of Economic History 9: 45-61

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. 1998 « Law and finance » Journal of Political Economy, 106, décembre, pp. 1113-1155

La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Johnson S. 1999 « Tunnelling » Harvard Institute of Economic Research Working Papers

La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., 1999. "Corporate Ownership Around the World," Journal of Finance

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 2000. "Agency problems and dividend policies around the world" Journal of Finance 55, 1-33.

Lemmon, M. – Lins, K. 2003 "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis". The Journal of Finance

Lenway, Stefanie et al. 1996 "Rent seeking, Protectionism and Innovation in the American Steel Industry". The Economics Journal 106 (435):410-421

Mace, Myles L. 1971 "Directors: Reality and Myth" (Harvard Business School Classics, No 4). Boston: Harvard Business School Press

Mauro P., 1995 "Corruption and growth." Quarterly Journal of Economics 110, pp. 681-712

McConaughy D., Walker M., Henderson G. "Founding Family-Controlled Firms: Efficiency and Value" Review of Financial Economics

McGuire, Jean, and Dow, S. 2003. "The Persistence and Implications of Japanese Keiretsu Organization," Journal of International Business Studies, 34 (4):374-388

Morais, Richard C. 1998. "Who needs P&G?" Forbes, 23 March, 130-32.
Nothing can hold back Lippo. 1997. Euromoney, April, 182-85.

Morck, Randall, Masao Nakamura and Anil Shivdasani. 2000. "Banks, ownership structure, and firm value in Japan." Journal of business. (73) 4 539-68, October

Morck, Randall K., 2000 "Concentrated Corporate Ownership". 394 p., 13 line drawings, 47 tables. 6 x 9 Series: (NBER-C) National Bureau of Economic

Morck R., Shleifer A. et Vishny RW. 1989 « Alternative mechanisms for corporate control », The American Economic Review, Septembre 1989, vol. 79, n°4, pp. 842-852

Morck R., Shleifer A. et Vishny RW, 1988 "Alternative Mechanisms for Corporate Control" NBER Working Papers 2532

Murphy, K., A. Shleifer, and R. Vishny, 1991, "The Allocation of Talent: Implications for Growth » Quarterly Journal of Economics, 106, 503-530

Park, Yun et Hyun-Han Shin, 2004 "Board Composition and Earning Management in Canada" Journal of Corporate Finance

Rajan Raghuram G. and Zingales L., 2001 "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century" NBER Working Papers 8178

Rajan, R. and Zingales L. , 1998 "Financial Dependence and Growth" American Economic Review

Romer, P.M., 1986 "Cake Eating, Chattering, and Jumps: Existence Results for Variational Problems" Econometrica, Econometric Society

Joseph A. Schumpeter "Creative Destruction" From Capitalism, Socialism and Democracy (New York: Harper, 1975) [orig. pub. 1942], pp. 82-85:

Sheard P. 1989 « The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan » Journal of Economic Behavior and Organization, vol. 11, p. 399-422.

Shleifer A., et Vishny R., 1997 "A Survey of Corporate Governance" Journal of Finance 52, 737-777

Solow, R. 1957 "Technical Change and the Aggregate Production Function." Review of Economics and Statistics, 39:312-320

Weidenbaum, M. and Hughes, S. 1996 « The Bamboo Network ». The Free Press

Williamson, O.E. 1979 "Transaction-cost economics: The governance of contractual relations." Journal of Law and Economics, 22(2): 233-261

Wójcik, D. 2004 "Convergence in corporate governance: empirical evidence from Europe 2000-2003." WPG 04-19. Oxford: School of Geography and the Environment, University of Oxford